



TITLE:

# 国際金融市場の統合化と国際通貨の動揺

AUTHOR(S):

本山, 美彦

---

CITATION:

本山, 美彦. 国際金融市場の統合化と国際通貨の動揺. 調査と研究: 経済論叢別冊 1997, 12: 1-9

ISSUE DATE:

1997-01

URL:

<https://doi.org/10.14989/44435>

RIGHT:

## 国際金融市場の統合化と国際通貨の動揺

本 山 美 彦

### は じ め に

「米国のパワーの相対的な低下とともに，保護主義と経済的ナショナリズムが生じ，それがまたもやりベラルな国際経済秩序を脅かせ始めた」と，ロバート・ギルピン（Robert Gilpin）は主張したが（Gilpin, 1987, p. 88. 邦訳，89-90ページ），事實は逆で，金融面において，不可逆的な規制緩和と自由化路線が進展し，主要な国際金融市場は，史上最高度の統合化を達成してしまっている。つまり，米国という単一のヘゲモニーの低下によって，リベラルな世界市場が浸食されることになったために，国際通貨が動揺するようになったというギルピンの認識は，事実において誤っている。通貨の混乱は，ヘゲモニーの相対的な低下という次元のものではなく，他ならぬ通貨市場が自由市場として深化し，統合化された結果である。この視点こそが，今日の国際通貨システムの不安定性を理解する鍵である。

1990年，世界貿易額は，5.2兆ドル強あった。同年の米国のGDPは，5.5兆ドルであった。世界貿易額が米国のGDPに匹敵するということは，1国の権力では統御不可能な通貨量が民間市場に滞留している可能性を示すものである。1986年の調査では，ロンドンのユーロダラー取引量は，1986年時点で1日当たり3000億ドル台であったと推定される。これは，1年間で75兆ドル程度の取引が，公的機関の監督から免れた領域で行なわれたことを暗示する数値である。ロンドン市場におけるユーロダラー取引額は，1979年時点で，世界貿易の6倍であったが，その比率は，1986年には25倍にも増大した。これ

は，当時の米国のGDPの18倍というとても大きい数値である（数値は，IMF，*IFS*；Drucker, 1986 に依拠）。グローバルな金融取引は，その後も貿易と生産の増大率をはるかに上回る率で加速度的に増大し，それとともに，貿易取引といった実需から切り離される度合いを日々大きくして行った。今日では，外国為替取引の90%が経常勘定と無関係なものであると推定されている<sup>1)</sup>。

このような貿易実需から離れた膨大な外国為替取引の存在は，各国の経常収支動向に関係なく，各国の為替レートを変動させてしまう。そして，このことは，どの国よりもまず米国に当てはまる。1980年代前半の米国が，経常収支の未曾有の悪化を示したにもかかわらず，大幅なドル高基調を持続させたのも，貿易取引以外の局面で，膨大なドル需要が生じたからである。

結論的に言えば，上記のような膨大な外国為替取引が行なわれる民間のオフショア資本市場の急速な発展によって，世界の金融システムが不安定になった可能性が非常に強い。本稿では，以下，国際金融市場のすさまじい成長と，それが及ぼしたと思われる国際通貨体制の動揺について吟味することにする。

### I 金融革命と市場の不安定さの増幅

1979年から1989年の間に，ロンドンを主たる市場とした，国境を越えた株式売買額は，年平

1) 1989年4月の1日当たりの外国為替取引額は，ロンドンで1870億ドル，ニューヨークで1290億ドル，東京で1150億ドルあったが，その3年後の1992年4月になると，それぞれの市場で3000億ドル，1920億ドル，1280億ドルにまで増大した。世界全体では，1日当たり平均1兆ドルという巨額の取引がある（O'Brien, 1992, pp. 44-46）。

均35%の率で増大した。この増大率は、直接投資の成長率よりもはるかに高く、1991年では、OECD 諸国の資本流出額4430億ドルのうち、63%が証券投資関連のものであった (BIS, *Annual Report*, 91/92, pp. 93-94. 邦訳, 120ページ)。

資本市場の証券化(セキュライゼーション)の進展によって、商業銀行が、旧来の金融仲介業務の維持に困難を覚えるようになった。いきおい、彼らは、証券取引に関連する種々の派生業務、たとえば、起債時の幹事業務、起債引受団への参加、起債に伴うスワップ、広範な株式取引関連業務、等々に傾斜せざるをえなかった。これら取引の多くは、オフバランス取引であった。

しかも、こうした新しい金融商品は、従来の区分をあいまいにさせた。伝統的な投資銀行と商業銀行との棲み分けがなくなり、国際銀行業務と国際債券業務との境界線もなくなってしまった。BIS 年次報告では、国際銀行貸付と国際債券金融との両者にまたがる「重複部分」が集計されているが、この部分の数値が年々大きくなっている。たとえば、1975年の国際銀行貸付は400億ドル、国際債券金融が190億ドル、重複部分20億ドル、新規貸付合計は、銀行、債券の両者の合計から重複部分を差し引いた570億ドルであった。これが1985年には、それぞれ、1050億ドル、1230億ドル、580億ドル、1800億ドルと、すべての項目において数値が激増したが、新規貸付合計に占める重複部分の比率に関しては、1975年の3.5%から、32.2%へと劇的な変化があった。1990年に変化はさらに進展した。上記各項目で、4650億ドル、1320億ドル、790億ドル、5500億ドル、15.3%であった。重複部分の新規貸付合計に占める比率は低下したが、それでも、重複部分の絶対額は増加している。ちなみに、1991年のグロスの累積残高は、それぞれ、3兆6100億ドル、1兆6510億ドル、6060億ドル、4兆8000億ドル、12.5%、であった (BIS, *Annual Report*)。

1990年6月時点での、各国の中央銀行によっ

て保有されている外貨準備高の合計が8000億ドルであったのに対して、1989年末のネットの国際インターバンク預金は、3兆5000億ドル、国際債券発行残高は、1兆2500億ドルあった。単純に数値上だけで判断すれば、公的機関が動員できる資金は、民間市場を制御するに足りるであろうと判断できる量としては、小さすぎるということになる (BIS, 1990, p. 1)。

今日、各国の中央銀行が保有する公的準備は、世界の外国為替取引高の2日分にすぎない。これでは、たとえ多数の中央銀行間協力が実現したとしても、特定の通貨に対する圧倒的な世界の売買圧力を鎮静化させることなど物理的に不可能である。もし、中央銀行による市場介入の効果があるとすれば、それは、中央銀行のもつ量的能力ではなく、市場参加者の為替レート予想の形成プロセスに働きかけるといったタイミング効果であり、現実的にも、介入政策はこの期待形成に依存するしかない。政治家や官僚による口先介入の多用は、この効果を狙ったものに他ならない。

金融におけるバランス・オブ・パワーの重心が、各国の金融当局や国際公的機関から民間金融機関へと劇的に移動したことが、ドルの使用範囲を急激に拡大させた。国際銀行貸付におけるドル建て比率は、1985年では62.5%であったが、1991年には84.5%にまで増大した。国際債券の部面では、ドル建て比率が、1985年の70.9%から1991年には28.5%にまでの急激な低下ぶりを示し、一見、ドルの使用範囲が狭まったような印象を与えるが、これは、通貨スワップが多用されるようになったことの反映である。多様な通貨建てで発行される国際債券が、頻繁にドルとスワップされている。1992年4月で見ると、外国為替取引の半分は、スポット取引でなくて先物取引であった。そして、先物取引のほとんどはスワップ取引から派生するものであった。しかも、外国為替取引の78%はドル関連のものであった。ボラティリティが増大し、価値保蔵手段としてのドル保有リスクは高まったが、ドルの高い流動性、ドル商品の幅広い品

揃え、ドルの取引コストの低さといった利点によって、ドルは依然として国際金融市場におけるもっとも重要な取引通貨・表示通貨であることに変わりはない (Bank of England, 1992, pp. 408-11)。マルクや円の使用比率があらゆる取引で着実に増大し、使用通貨が多様化していることは事実であるが、それでも、公的・民間の取引を問わず、ドルは依然として最重要な国際通貨としてとどまっている。

言うまでもなく、近年のグローバルな金融革命の土台には、通信・情報処理技術における飛躍的な進歩がある。人々は容易に、そして、瞬時に必要な情報にアクセスできる。このことが、国際金融市場におけるボラティリティを過去とは比較にならないほどの規模で大きくしてしまった。市場参加者は、各国の市場の微妙な差異を瞬時に覚り、政策変更の可能性や時期、あるいは、金融経済とはほとんど関係のないような事件でさえ、投資判断に役立てようとする。それが瞬時の大規模な資金の国際的移動を生み出す。金融市場のこの迅速な反応に比べれば、公的通貨当局の市場への介入は絶望的に遅い。

為替レートのボラティリティが増大するということは、市場間での証券投資をヘッジングするという安全性指向が強くなる反面で、逆に変動幅の拡大を利用した為替投機を行なって大きな金融的利益を得たいというインセンティブが、市場参加者、とくに、金融的仲介業務の縮小に見舞われた商業銀行において次第に大きくなってきた。

金融革命には、必然的な成り行きというよりも、きわめて偶然の産物から生れたという側面が非常に強い。1980年代初頭、レーガン政権の政策の結果、米国内の実質金利が高止まりし、そのことが、1982年のメキシコの債務危機を招来した。金利水準が低い時代には、企業は金融的投資よりも実物投資を選択する傾向をもつが、高い金利水準の下では、高利回りの債券、たとえば、ジャンク・ボンドのようなものへの投資が喚起される。

1950年代に比べて、1970年代における先進諸

国の工業的成長率は、顕著に低下した。戦後の好況期に蓄積されていた膨大な額の流動性が、工業部門に再投資されなくなってしまったのである。工業部門で債券と同じ水準の利回りを確保することができなくなった。膨大な運用資産を抱え、利回りに非常に神経質になっている年金基金をはじめとした機関投資家は、そのために、工業部門への生産的投資を行わず、積極的なポートフォリオ・マネージメントに投資意思を集中させることになった。

1970年代に入って、まず形成された膨大な高い流動性は、OPEC が積み上げた石油収入である。1973年から1982年にかけて OPEC が累積した経常黒字総額は4650億ドルであり、その多くが国際的なホールセール預金市場に再預金されていた<sup>2)</sup>。

1980年代に入ると、世界的な景気後退によって、石油価格が暴落し、OPEC の経常黒字も急速に縮小することになった。昔日の面影を失ったオイルダラーに代わって、国際金融市場に膨大な資金を新たに提供したのは、膨大な経常収支黒字を継続して計上していた日本と西ドイツであった。1982年から1989年にかけて日本が計上した経常収支黒字は、年平均520億ドルであったし、西ドイツは270億ドルであった。その8年間の両国の経常収支黒字累積額は6300億ドルにも上った。両国で対外資本流出規制撤廃が進展したこともあって、この膨大な資金は、主として米国財務省証券やユーロボンドに向かった。

1970年代と異なり、1980年代から現在に至るまで、世界からの最大の資金吸収国は米国である。結果的に、この資金流入によって米国は金融的破綻を免れている。巨額の対内・対外赤字と低い国内貯蓄率という不均衡を抱えながらも、海外からのこのような膨大な資金流入によって一息ついているというのが米国金融市場の現状である。1982年から1991年にかけて、海外から

2) オイルダラーのリサイクルと国際的なシンジケート・ローンとの詳細については、Llewellyn, 1985, を参照。経常収支関連の数値については、IFS から採っている。

米国に流入した資金は、9000億ドルあった (IFS, 1992, p. 271)。しかも、1980年から1986年まで、米国の財政赤字を大幅に上回る海外資金流入があった。ラテンアメリカからの資本逃避、米国国内市場以外の魅力的な投資機会の欠如、米国国内金利の高騰、等々が資金流入の主たる原因であった。

1986年以降、一転してドル買いが影を潜め、今度はドル相場が下落基調を示すことになり、米国以外で急激なドル下落を阻止するために各国の公的機関が市場介入した。公的機関によって市場から買い上げられたドル、つまり、各国の公的資金が米国内に預託した額は、米国の財政赤字と経常収支赤字との合計額の30%程度に達したと言われている。ここでもまた、日本と西ドイツの資金が米国市場を支えた (Morgan Guaranty, 1987, p. 9)。そして、いままでのところ、ドルからの逃避は発生していない (1977年と1978年には一時的に生じた)。

結果論であるが、1980年代以降に進行した各国金融制度の規制緩和は、米国国内市場を世界でもっとも魅力ある投資先に仕立て上げ、そのことによって、大きな問題をはらむドルを基軸通貨にする現代の国際的通貨システムの悲劇的な崩壊を阻止することになった。こうした規制緩和の流れが逆転されて、再度、金融規制の強化が図られる可能性はゼロではないが、各国間の規制緩和と競争はますます激しくなり、規制緩和の趨勢も確かなものになっている。しかも、金融規制緩和の流れは、米国の経済的地位の低下とはまったく関係ない。この点の確認がとりわけ重要な意味をもっている。通信・情報処理技術の飛躍的向上、金融機関と非金融機関との間の垣根の低下、セキュリティゼーションの進行、工業部門の収益性の低下、膨大な短期流動性の形成、米国以外の諸国の中から膨大な経常収支黒字を恒常的に挙げる国の出現、主要金融センター間の激しい競争、日本や西ドイツの経常黒字を国際金融センターに誘導するシステムの成立、変動相場制の定着、等々の長期に亘って雲散霧消しそうにない世界的な要因の複合に

よって、金融の規制緩和が進行しているのであって、その間にドル・レートが上昇しようが低下しようが、金融革新の流れにはまったく関係のないことである。

各国の金融市場が自由化され、国際金融市場がますます一体化し、市場間の競争が促進されれば、国境線を越えた国際金融センターの全体において、世界的な貯蓄と投資との一致が生じ、資本の世界的な分配効率が大きく上昇するというのが、新古典派的な金融自由化賛成論の基本的な論拠である (de Vries, 1990, pp. 3-4)。先物やオプションといった新しい金融商品は、リスクを分散させ、ハイリスク、ハイリターンを指向する投資家に選好されることによって、通貨・金融システムを一層安定させるという議論も、これに付け加えられた (Lamfalussy, 1986, p. 20)。

しかし、国際金融市場は、事実において、非常に不安定なものになってしまった。これは、世界的な資金配分が市場の期待にきわめて敏感に反応するようになったためである。市場の期待ないしリスク認識は、恒常的に安定したものでなく、ゆっくりと変化をするわけでもない。期待は、突然に激しく反転する。1982年のラテンアメリカへの融資を突然打ち切った米銀の期待がそうであったし、1995年のメキシコ危機もそうであった。期待の激変は、資本移動そのものの不安定さを極端なまでに増幅させることになる。確かに、各種金融商品の開発によって、市場リスクは分散させられるようになった。しかし、このことが、金融上のシステム的な問題を解決するのかどうかについては、懐疑的にならざるをえない。リスクが分散させられている外見に反して、金融市場が突然痙攣し、瀕死状態になったことを米国も日本もバブル崩壊の惨状によって十分に思い知らされたからである。

## II 金融市場の国際的リンケージとインバランスの固定化

資産価値のボラティリティの大きさもまた国内・国際的インバランスを調整する際の障害に

なっている。たとえば、1980年代初めの米国経常収支の大幅な悪化にもかかわらず、ドルが異常な高さで固定的に推移したという奇妙な現象を近年の金融革新の動向から説明することは不可能である。かつてなら、経常収支の赤字、即、その国の通貨の対外相場の低下というメカニズムが作用していた。しかし、金融の規制緩和が進行すればするほど、かつてはあった経常収支と為替レートとの連動性はますます希薄化してしまった。これは、とくに、米国に当てはまり、それがまた、各国の国内的・国際的インバランスの調整を遅らせた。膨大な海外資金を国内に誘導することに成功しさえすれば、赤字をファイナンスすることが容易になるからである。そして、国際的に浮遊する資金は、かつてとは考えられなかったほどの低い条件下でも流入する。これは、1970年代後半から1980年代前半までのラテンアメリカで、そして、1980年代後半から現在までの米国について生じたことである。

金融的な国際的リンケージが強くなるにつれて、米国での金融上の変化がすぐさま他国に伝播するようになった。たとえば、1979年10月にFRBが、それまでの金利操作中心の政策から、貨幣供給量を管理するという政策に転換するや否や、世界の利子率のボラティリティが一挙に大きくなった<sup>3)</sup>。しかも、リンケージの強化は、ドルを非対称的に有利に作用することがこれまでの経験から判明する。1982年から1990年にかけて米国は膨大な経常収支赤字を計上し続けた。通常なら、ここで金融引き締めが採られて、景気後退を米国は余儀なくされるはずであるが、現実にはそうした引き締めが行なわれず景気上昇が持続した。対照的に、1981年から1982年にかけてのフランスによるリフレ（通貨再膨張）政策は、フランへの信認が崩れたことによってはやばやと放棄される運命になった。あるいは、

ドイツ・マルクが対ドル相場を維持すべく、外為市場に介入し、そのことが、マルクとの関係を維持しようとするEMS内諸国に米国発の金融問題を波及させることになる。

1976年から1987年半ばにかけて、公的・民間の両者を含めた米国の債務は、2.5兆ドルから8兆ドル近くまで上昇し、対GNP比で、136%から178%にまで増大した。その間、米国ではレバレッジド・バイアウト（LBO）の横行と消滅、貯蓄金融機関の危機、対途上国不良債権の累積、等々の問題が相次ぎ、それらすべてが世界に伝播された。日本がその最大の忠実な再現者であった。日本の非金融部門の債務は、1975年には対GDP比で94%であったが、1990年には135%にまで上昇した。日本の家計部門でも米国の後追いが見られた。同じ期間に家計の債務の対可処分所得比は45%から96%にまで増大した（BIS, *Annual Report*, 91/92, p. 195. 邦訳, 232ページ）。

OECDの研究によると、米国の景気循環は、OECD諸国の平均よりも1か月先行し、日本と西ドイツは逆に1か月遅れるという傾向が見られた（OECD, 1987a, p. 57）。つまり、米国経済がその他世界に及ぼす影響力の大きさは、米国がその他世界から受ける影響よりもはるかに大きいことがこの数値によって示されている。1960年代半ばまでは、主要先進諸国の景気循環はそれほど共時化してはいなかった。しかし、それ以降は、各国の景気の振幅が大きくなり、それとともに、共時化することになった。おそらく、その原因は、国際金融の一体化という点に見出されるべきだろう。

1970年代の2度にわたる石油危機によって、世界は同時不況に突入した。そもそも、石油危機は、アラブ諸国の石油外交と、過剰ドルを先進諸国から石油代金という米国にとっての外部的武器を用いて引き上げさせるという米国側の国際金融戦略とが一致して生み出されたものであった。石油危機は、結果的に米銀の国際貸付の役割を増大させた。そして、オイル・ダラーのリサイクリング機能をほぼ米銀が独占したこ

3) BIS総裁のアレキサンダー・ラムファルジー（Alexandre Lamfalussy）は、「変動相場制が広範に行き渡ようになって、米国で発生した金融問題が他国の金融センター影響を及ぼすといった金融的波及効果の大きさと速さには驚くべきものになってしまった」と述懐している（Lamfalussy, 1985, p. 410）。

との意味は大きかった。ドル建ての国際商品価格が高騰する状況下では、ドル建て借入の実質金利はマイナスであったし、資源国の交易条件は大幅に改善されつつあった。借り手は、借入を増やすことへの危険性をまったく意識せず、貸し手もまた、安定した利子収入の源泉を途上国に求めた。そして、資金は、米銀を仲介として、産油国から非産油国に順調に流入していた。リサイクルは恒久化するものと当時の金融界は疑うことなく信じていた。

1977年半ばには、カーター政権下の米国財務長官、マイケル・ブルメンタール (Michael Blumenthal) が、日独両国にリフレーション政策を勧め、円高・マルク高に誘導すべきであると発言した。これは、米国が以後多用することになる非公式な「ドル安誘導発言」の最初のものであった。カーター政権には、フレッド・バーグステン (Fred Bergsten)、リチャード・クーパー (Richard Cooper)、ジョセフ・ナイ (Joseph Nye) など、相互依存論の論者たちが多数入閣していた。バーグステンは、1979年初めに、「多極化した今日の世界では、ほとんどの経済問題において、米国だけで采配を振ることができなくなっている」として、世界経済の運営は多数の国家による集団管理に委ねなければならないし、各国は、その管理面において等しく責任を負うものであると明確に主張していた (Bergsten, 1980, p. 21)。そして、経済サミットがそうした集団管理体制を促進する場であるとされた。

各国の協調を求める姿勢は、カーター政権のつぎのレーガン政権の初期でも引き継がれた。市場追従論者のレーガンであったが、日本と西ドイツにリフレ政策を採用させる方便として、両国に国際的共同責任を促す政策が執拗に採用されたのである。両国が1980年代に入って計上し続けてきた大幅な経常収支黒字が、以後、各国からの非難の集中砲火を浴びることになった<sup>4)</sup>。しかし、両国が米国の意向を受け入れて自己の反インフレ政策を修正した証拠はない。日本や西ドイツのように輸出を伸ばしていた国

にとって、当時の国際通貨の不均衡は、単に経常収支黒字国と赤字国との間の恒常的な問題であるというよりも、米国が、内外におけるドル価値の安定化に本腰を入れるという自己責任をはたさないまま、両国に対してリフレ政策をいとも簡単に、そして執拗に要求するという不快感のみが意識されていたものと思われる。価値を大きく変動させるドルで建て値される石油などの一次産品価格の乱高下に輸入資源依存型の両国は振り回され続けたのである (Bundesbank, 1987, pp. 35-43; Ozaki & Arnold, 1983, pp. 2-25)。

しかし、建前的には各国は米国のだらしのない経常収支赤字体質を非難し続け、米国による調整政策の導入要求を懇懇に無視していたが、各国は、本音の所で米国の赤字に反発していたわけではなかった。米国の経常収支赤字とは各国からの輸出が米国に向かうことを意味していたし、当時の米国の総合収支赤字の大きな部分が米国からの短期資金流出であり、各国は自国へのこの短資流入を歓迎していた。そして、このような流れは持続するものと思われていた。

ところが、米国が、1979年に金融政策を、誰も予想できなかったような形で劇的に変更した。ディスインフレーションを遂行し、実質利子率を記録的な高さに維持するという金融政策が採られたのである。当時、債務のほとんどは金利の市場レートの上にスプレッドを上乗せするという契約であったために、借り手にとっての利払負担は耐え難いものになった。そこに、大恐慌時に匹敵する一次産品価格の大暴落が加わった。流れが逆転し、ドル高が進行した。各国は内需を抑制し、輸出依存型体質に自国をもって行くしか術はなかった。米国もまた、急激なドル高によって、輸出が激減し、企業の海外進出

4) 1977年から1978年にかけて、両国への世界の批判は高まり、2度目の批判の高まりは1983年以降であった。日本と西ドイツともに1987年をピークに、経常収支黒字幅を減少させる傾向を示し、1990年には西ドイツは経常収支を赤字にまでもって行った。しかし、日本は、1990年に黒字幅縮小が下げ止まり、再度反転して1994年まで黒字幅を拡大することになってしまった (IMF, IFS)。

が加速し、米国内で空洞化の危機が強く意識されるようになった。

1980年代半ばになると、レーガン政権もドル高のもつマイナス作用に気づき始め、これが、ドル安誘導の1985年9月のプラザ合意を生み出した。しかし、今度は、ドル安基調が加速化することになった。急激なドル安を避けるために、各国の中央銀行は大々的にドルを買い支えた。1987年の上半期、日本、西ドイツ、英国の3国だけで480億ドルのドルが買い支えられた。この時期、依然として黒字国責任論が米国側から出されていたが、むしろ、為替レートの安定とは両立し難い政策をこの間に取り続けていたことの米国の罪の方が重いであろう。米国は、為替レート安定を無視し、安定化のための負担の大半を他国に押しつけて動じることがなかったのである。

### III 幻想の国際協調

米国の圧力に呼応して、日本と西ドイツは、国内金融政策の目標設定を、過度にドル価値安定に資するものに置いていた。米国に求められれば、国内経済拡張政策を両国はいとも安易に採用した。1977年の機関車論争中に日本は1977年末までに公共支出を大幅に拡大し、経済成長率を年率7%にまで高め、経常黒字を早期に解消するというような大胆な政策目標を内外に宣言するというようなことまでした。西ドイツもまた、1978年7月のボン・サミット場で310億マルクもの財政拡大を行なうことに同意した。財政拡大については、西ドイツよりも日本の方が積極的であった。日本はまた、日米構造協議(SII)において、公共事業支出の拡大と国内市場を外国製品に対して開放するといった広範なマクロ経済改革の採用を米国に約束するというのがつねに見られた決着の仕方であった。

両国が、比較的安易に国内経済のリフレ政策を要求する米国の圧力に屈したのは、当時の両国の財政状態が比較的良好であり、通貨価値変更よりもリフレ政策の方が国民的合意を得やすいという経済体質をもっていたためであろう。

日本にはさらに、自国製品の輸出先として米国市場の比重が著しく大きいという事情が加わる。財政状態が悪化するや否や、ドル価値安定を目指す国際協調は簡単に崩れたというのも、これまでの経緯から明らかになったことである。

つまり、マッキノン (McKinnon, 1988, p. 96) やウィリアムソン (Williamson & Miller, 1987, p. 53) が夢想するようには、金融政策の国際協調はそれほどスムーズには進行しないものである。1980年代の国際協調は、各国の財政事情によって大きく左右されていた。にもかかわらず、そうした状況の差異を無視して、金融政策のすり合わせのみに国際協調の中身を限定した点に、マッキノンやウィリアムソンの提言の限界があった。それに、彼らの誤りは、政策協調のみで国際通貨問題を解決できるとした点にある。現実には、各国はこと財政政策に関するかぎり、国際協調が困難であることを充分意識していた。国内目標と為替レートといった国際問題との間には明確なズレがある。このズレに直面したとき、各国は依然として自国の国内問題を優先する。たとえば、米国は、1981年から1985年までのドル上昇圧力を押さえるべく、自国の財政赤字の削減を各国に約束したことは一度もなかった。そもそも、変動相場制を米国が採用するとき、論拠になったのは、米国のような貿易依存度の低い経済では、外部からの衝撃を緩和する装置が必要になると主張する論者が国内に多数いるという事実であった。以後、米国は国内問題を優先することに何のためらいも見せなくなった。

ドルとは対照的に、EMSは高度に統合された金融市場下で為替レートの安定を政策協調によって実現した成功例である。EC圏内の貿易・資本関係の一体化によって、為替レート安定を希求する強力な集団が形成された。フランスやイタリアといった経済強国ですら、自国通貨をマルクにペグし、長期インフレ率をドイツのそれに合わせるという政策を採用するようになった。EC諸国では、1987年の大幅な為替調整から「経済・通貨同盟」(Economic and



Monetary Union) に関するマーストリヒト条約 (the Maastricht Agreement) に至るまで、EMS は固定相場を維持しつつ、最終的には EMU に向かう方向が既定のものであるという認識が一般化していた。

それでも、EMS 内の基軸通貨マルクを制御することの困難さが、EMS を絶えず危機に迫りやっている。旧東ドイツの経済崩壊が加速するにつれて、ドイツの財政赤字は拡大する一方であった。それによって生じたインフレ圧力を抑え込むために、ブンデスバンクは利子率引上に走ったが、赤字財政に起因する通貨供給量は増大し続けた。1991年から1992年までのヨーロッパ各国は景気低迷下にあったが、ドイツの高金利が各国通貨を直撃した。中央銀行による懸命の買支えにもかかわらず、1992年9月、ポンドとリラが売り浴びせられ、両国から大量の資本が流出することになり、両国は EMS から離脱した。その他の国は離脱はしなかったものの、スウェーデンの利子率は危機的な高さにまで高騰し、スペイン、ポルトガル、アイルランドは、資本規制や通貨切下げを実施した。こうして、EMS は1992年末には機能を事実上停止せざるをえなかった。これは、各国の金融市場がますます統合されるようになったのに、各国の経済政策は相変わらず収斂傾向を見せなかったことの当然の帰結であった。

国境を越えた金融取引の劇的な拡大に伴い、各国共通の金融政策の作成の必要性がますます強く政策担当者に意識されるようになったが、そうした共通ルールの作成はそもそも可能なことであろうか。

この種の問題を討議するのに最適な場は、BIS の主催による G10 諸国の参加で構成されるバーゼル委員会 (the Basle Committee) であると一般には認識されている。このバーゼル委員会は、1974年の西ドイツのヘルシュタット銀行 (the Herstatt Bank) の倒産をきっかけとして設立されたものであり、最終的な監督責任を銀行の本店が置かれている国の政府がどこまで負うのかといったことが、この委員会の最大

の懸案事項であった。

1982年7月、イタリア最大の銀行、バンコ・アンブロジーアーノ (Banco Ambrosiano) が倒産したとき、イタリア金融監督当局は、この銀行のルクセンブルグ子会社の預金者に対する保護を拒否した。1991年、ルクセンブルグに本拠を置くが、最大の株主はアブダビ政府である BCCI の金融スキャンダルにおいても、各国の監督責任範囲が曖昧であったことの危険性が如実に示された。この事件によって明らかになったことは、透明度が低く、確固たる経営組織構造をもっていない銀行を監督することはいかなる国であれ、不可能に近いという事実であった。そのために、各国ともに、本国監督主義の効果に対して基本的に懐疑的になり、他国の銀行は他国の監督に委ねるという原則を守らなくなってしまった。

バーゼル委員会は、主要国共通の最低自己資本比率基準の確立を目指した。これは、1988年7月にバーゼル自己資本比率基準協定 (the Basle Capital Adequacy Accord of July 1988) をベースとするもので、米国の金融当局のイニシアティブによるものである。どうも、米国の商業銀行の救済を狙ったものらしい。途上国の債務危機後、米国の商業銀行の財務内容が他国の銀行に比べて著しく悪化し、国際貸付競争において不利になった米国商業銀行を、平等な競争条件の導入によって、救済しようとしたものであると思われる<sup>5)</sup>。バーゼル協定の最低自己資本比率は、8%であった。うち、4%は、「ティア1」といって、コアになる資本によって充足されることが求められており、1992年末までにこの4%基準の達成がまず義務であるとされた (Basle Committee, 1988)。残りの4%については、「ティア2」として各国の自由裁量が求められた。たとえば、日本では、ドイツからの激しい反発を食らいながらも、保有する

5) カプスティン (Kapstein) は、これが画期的な金融協定の一つであり、米国の国際政策策定・遂行面でまだ衰えていないことを示すものであると指摘している (Kapstein, 1991, pp. 6-7)。

証券や不動産の未実現利益を再評価積立金として、自己資本の45%までをこの再評価分で組み入れることに成功した。しかし、この分野で各国の自由裁量が認められたということは、各国の銀行規制が必ずしも国際的統一基準を強化する方向に流れていないことを示すものである。

### 引用文献

- Bank of England, *Quarterly Bulletin*, November 1992.
- Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices, 1988, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standard*, Basle.
- Bergsten, C. Fred, 1980, *The International Economic Policy of the United States: Selected Papers of C. F. Bergsten, 1977-79*, D. C. Heath.
- BIS (Bank for International Settlements) *Annual Reports*, Basle. 東京銀行調査部訳、『世界金融経済年報』十一房出版、各年。
- BIS, August 1990, *International Banking and Financial Market Development*.
- Bundesbank, *Annual Report*, 1987.
- Drucker, Peter, F., 1986, "The Changed World Economy", *Foreign Affairs*, 64 (4).
- Gilpin, Robert, 1987, *The Political Economy of International Relations*, Princeton University Press. 佐藤誠三郎・竹内透監修, 大蔵省世界システム研究会訳、『世界システムの政治経済学—国際関係の新段階』東洋経済新報社, 1990年, 第2版新訳, 1991年。
- IMF, *International Financial Statistics*. 各年次。
- Kapstein, Ethan, B., 1991, *Supervising International Banks: Origins and Implications of the Basle Accord*, Princeton Essays in International Finance, 185, December.
- Lamfalussy, Alexandre, 1985, 'The Changing Environment of Central Bank Policy', *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 75 (2).
- Lamfalussy, Alexandre, 1986, 'Is Change Our Ally?', *The Banker*, September 1986.
- McKinnon, Ronald I., 1988, 'Monetary and Exchange Rate Policies for International Stability: A Proposal', *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1).
- Morgan Guaranty Trust Company, *World Financial Markets*, November/December 1987. および, 各年号。
- O'Brien, Richard, ed., 1992, *Finance and the International Economy*: 5, Oxford.
- OECD, 1987a, *OECD Leading Indicators: Historical Statistics, 1969-88*.
- de Vries, Rimmer, 1990, 'Adam Smith: Managing the Global Wealth of Nations', in Morgan Guaranty Trust Company, *World Financial Markets*, 1990 (2).
- Ozaki, Robert & Walter Arnold, 1985, *Japan's Foreign Relations*, Westview Press.
- Williamson, John & Marcus H. Miller, 1987, 'Targets and Indicators: A Blueprint for the International Coordination of Economic Policy', *Policy Analyses in International Economics*, 22 (September), Institute for International Economics.